

Zakładane cele inwestycyjne Investors TFI na rok 2018

USA: Trwająca od 2009 roku (35 kwartałów) ekspansja ekonomiczna w USA jest drugim najdłuższym okresem dobrej koniunktury spośród wszystkich cykli gospodarczych, jakie odnotowano od połowy XIX wieku. Tylko boom lat 90-tych ubiegłego stulecia był nieco dłuższy – trwał około 40 kwartałów. Wszystko wskazuje na to, że rozpędzona amerykańska gospodarka zdoła wyrównać poprzedni rekord. W pierwszej połowie 2019 roku trzeba się jednak liczyć z rozpoczęciem fazy spowolnienia koniunktury, która może przekształcić się w pierwszą od dekady recesję. Póki co, wszystko zdaje się sprzyjać kontynuacji zarówno wzrostu gospodarczego, jak i hossy na Wall Street.

- Amerykańskie wskaźniki PMI (czy to dla usług, czy dla przemysłu) znajdują się w fazie wzrostowej, blisko historycznych szczytów. Dynamika produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej również potwierdza trwające ożywienie. Wskaźniki wyprzedzające nie dają sygnałów do rychłej zmiany tych pozytywnych tendencji. Co prawda krzywa rentowności jest coraz bardziej płaska, ale wciąż jeszcze nie jest negatywnie nachylona, co często zapowiadało nadejście recesji.
- W 2018 roku główny motor wzrostu amerykańskiego PKB, czyli konsumpcja, w większym niż do tej pory stopniu powinien być wspomagany przez inwestycje – zarówno prywatne, jak i publiczne.
- Rynek pracy w USA nadal wykazuje dużą siłę, zarówno pod względem przyrostu zatrudnienia, jak i wzrostu wynagrodzeń (co jest zresztą globalnym zjawiskiem). W rezultacie sentyment wśród amerykańskich konsumentów od kilku miesięcy jest najwyższy od co najmniej dekady. Na razie nie jest to jednak powód do obaw. Tak dobra ocena zarówno bieżącej sytuacji ekonomicznej, jak i perspektyw może utrzymywać się przez wiele miesięcy.
- Obserwując mało imponującą dynamikę kredytu bankowego (korporacyjnego i dla gospodarstw domowych) trudno znaleźć jednoznaczne sygnały przegrzania koniunktury. Na rynku obligacji korporacyjnych trwa co prawda wyraźny boom (szczególnie na pożyczkach lewarowanych), jednak segment obligacji wysokiego ryzyka, poza okresowymi napięciami (trzy przypadki w 2017 roku), nie wykazuje oznak zbliżającego się kryzysu. Zazwyczaj to właśnie obligacje high yield jako pierwsze reagowały na możliwość pogorszenia się koniunktury w gospodarce.
- W przeciwieństwie do poprzedniego cyklu, rynek nieruchomości w USA rośnie stabilnie. Brak jest sygnałów tworzenia się bańki spekulacyjnej. Warto jednak pamiętać, że każde następujące po sobie załamanie koniunktury ma innych „bohaterów” i nieco inne przyczyny.
- Zgodnie z oczekiwaniami, FED podnosił stopy procentowe w ubiegłym roku i rozpoczął proces zmniejszenia bilansu banku centralnego. W 2018 roku działania te będą kontynuowane. W przypadku silniejszego wzrostu gospodarczego, odżywiającej inflacji, a przede wszystkim przyspieszenia hossy na Wall Street, ich tempo może okazać się szybsze od oczekiwań rynku.
- Obecnie, w przeciwieństwie do tego, co działo się w grudniu 2016 roku, większość inwestorów oczekuje silnego wzrostu gospodarczego na całym świecie i jednocześnie niskiej inflacji, której brak był jednym z głównych niespodzianek ubiegłego roku. W 2018 r., w związku z narastaniem presji płacowej w wielu krajach, a także w obliczu drożących surowców przemysłowych tempo wzrostu cen może jednak zaskoczyć.
- W warunkach zacieśniania polityki monetarnej przez FED, przy jednoczesnym braku tego typu działań ze strony innych znaczących banków centralnych, można było oczekiwać wzrostu wartości amerykańskiej waluty. Takie zresztą były powszechne obawy na początku 2017 roku. Ubiegły rok przyniósł jednak kolejną niespodziankę i wyraźne, najsilniejsze od dekady, osłabienie dolara względem innych walut, szczególnie euro. Obecnie wielu inwestorów zakłada kontynuację tej tendencji, co przez pewien czas może się jeszcze sprawdzać. Nie spodziewam się jednak, żeby rynek przyznawał większości rację przez cały rok.
- Hossa na Wall Street wspierana była w ubiegłym roku przez wyraźny wzrost zysków w spółkach (12% dla indeksu S&P500). Wzrost ten nie był może równomierny (sektor energetyczny odrabiał straty z poprzednich kwartałów), ale obejmował wszystkie sektory. W 2018 roku wzrost wskaźnika EPS dla indeksu S&P500 ma być jeszcze wyższy (16%) m.in. dzięki uchwalonej pod koniec ubiegłego roku ustawie reformującej system podatkowy w USA. Jest to pierwszy poważny sukces Prezydenta Donalda Trumpa i spełnienie jego wyborczych obietnic. Dzięki temu odżyły nadzieje na realizację kolejnych postulatów, czy to deregulacji, czy wzrostu wydatków infrastrukturalnych.
- Kolejne rekordy wszystkich amerykańskich indeksów akcji ustanawiane w ciągu ostatnich dwóch miesięcy ubiegłego roku co kilka sesji oraz sukces administracji Prezydenta Trumpa przyczyniły się do wyraźnego skoku optymizmu inwestorów giełdowych. Zarówno zarządzający funduszami, jak i drobni gracze giełdowi przestali mieć jakiegokolwiek wątpliwości co do trwałości trendu wzrostowego na Wall Street. Towarzystwo temu większe niż wcześniej napływy do funduszy akcyjnych, a zmienność rynkowa spadła do rekordowo niskiego poziomu.
- Tak znaczące (niewidziane od wielu lat) powszechne przekonanie co do nieuchronności dalszych wzrostów na Wall Street może i powinno wzbudzać niepokój. Trzeba też pamiętać, że z większą niż 5-procentową korektą Amerykanie nie mieli do czynienia od ponad 380 sesji, czyli od zamieszania związanego z Brexitem. Tylko trzy razy w ciągu ostatnich 70 lat wskaźnik

ten zbliżył się do 400 sesji. Równie długo indeks S&P500 przebywa powyżej swojej 200-sesyjnej średniej i jest od niej oddalony już o 10%. Dlatego wyraźna korekta (ale nie zmiana trendu), większa niż widziane w ubiegłym roku, ma prawo zdarzyć się w dowolnym momencie.

- Nawet jeśli w 2018 roku na Wall Street nie nastąpi zmiana trendu, czyli ostateczny szczyt trwającej już prawie 9 lat hossy, indeksy mogą zacząć proces jego formowania. W końcówce trendu wzrostowego lat 90-tych ubiegłego wieku na indeksach S&P500 i DJIA taki okres trwał przez większość 2000 roku.
- Stawiam tezę, że trwająca od 2009 roku hossa w swojej być może już ostatniej fazie przyspieszy zanim zacznie się proces jej zakończenia. Faza ta może przybrać postać znaną z roku 1987, kiedy to indeks S&P500 w ciągu ośmiu miesięcy urósł o prawie 40%, żeby pod koniec roku stracić prawie cały zysk w spektakularnym krachu. Może też przybrać formę podobną do końcówki trendu wzrostowego lat 1995-2000, kiedy mieliśmy do czynienia z szybkim narastaniem bańki spekulacyjnej na spółkach internetowych.
- Obecnie źródłem ekscytacji inwestorów mogą stać się spółki należące do grona tzw. FANGs, czyli spółek takich jak Facebook, Apple czy Alphabet (Google), które w ostatnich latach były „koniem pociągowym” hossy na Wall Street. Coraz częściej są one traktowane przez inwestorów jak spółki, które po prostu trzeba mieć w portfelu. Na podobnej zasadzie podchodzono do wielu dużych i znanych w swych branżach firm (Xerox, Coca Cola, IBM) w latach 1971-73 podczas tzw. boomu Nifty Fifty. Jednak tym razem nie tylko Nowy Jork może okazać się centrum technologicznej spekulacji. Coraz większe znaczenie w portfelach inwestorów mają azjatyckie odpowiedniki FANGs, czyli takie spółki jak Tencent, Alibaba, Baidu, czy Samsung. Ich kapitalizacja jest już porównywalna z zachodnimi pierwowzorami. Dlatego tym razem to właśnie azjatyccy liderzy technologii mogą stać się głównym przedmiotem globalnej spekulacji oraz decydować o jej tempie i zakończeniu.
- Niebagatelną rolę w tworzeniu i napędzaniu inwestycyjnej euforii w ostatniej fazie hossy mogą odegrać też kryptowaluty. Nie dość, że to właśnie inwestorzy w krajach azjatyckich (szczególnie Chiny i Korea Płd.) są głównymi uczestnikami handlu na Bitcoinie, to dzięki taniej energii największym „wydobywcą” kryptowalut są Chiny. Dodatkowo, nawet jeśli nie sam Bitcoin, to technologia za nim stojąca (blockchain) jest traktowana przez entuzjastów niemal jako odpowiednik sieci internetowej pod koniec lat 90-tych ubiegłego wieku. Obecnie wystarczy dodać do nazwy spółki słowo „blockchain”, żeby wywołać zainteresowanie giełdowych inwestorów potwierdzone wzrostem kursu. Z czymś podobnym mieliśmy do czynienia jedynie podczas hossy internetowej (1999-2000) oraz boomu na nieruchomościach w latach 2006-2007.
- Bardzo często znakiem zaawansowania hossy, a nawet euforii na różnych aktywach, jest dostrzeżenie faktu ich istnienia przez „mainstream” czyli np. giełdy i firmy tworzące indeksy. W lutym 1999 roku rozpoczęto w USA publikację indeksu spółek internetowych – Dow Jones Internet Index. Rok później nastąpił spektakularny koniec hossy na tym indeksie i na indeksie Nasdaq. W listopadzie 2017 roku NYSE zdecydowała się na stworzenie indeksu FANG+ i wprowadzenie bazujących na nim kontraktów terminowych, natomiast w grudniu giełda terminowa z Chicago rozpoczęła notowania kontraktów futures bazujących na notowaniach Bitcoina.
- Konsekwencją przejścia obecnej hossy w fazę przyspieszonego wzrostu powinien być powrót dawno nie widzianej zmienności (duże wzrosty i silne spadki), czego większość inwestorów teraz nie zakłada. Pierwsze sesje nowego roku, z zaskakującą siłą spółek technologicznych, mogą być świadectwem rozpoczęcia realizacji opisanego wyżej scenariusza. Dlatego indeks S&P500 może w najbliższych miesiącach wzrosnąć znacznie więcej niż 10% oczekiwane w całym roku przez większość inwestorów. Faza przyspieszenia hossy ma jednak małe szanse na przetrwanie całego 2018 r. Biorąc dodatkowo pod uwagę ryzyko rozpoczęcia spowolnienia gospodarczego w 2019 roku dostrzegam możliwość zamknięcia przez S&P500 tego roku na poziomie niższym niż 2900, co implikowałoby jednocyfrową stopę zwrotu.

Europa: Europejskie przedsiębiorstwa mają szanse na wypracowanie zysków wyższych o kilkanaście procent w porównaniu z rokiem 2017, co powinno być silnym wsparciem dla indeksów akcji. Niestety tak, jak w ubiegłym roku nie w pełni udało się europejskim inwestorom skorzystać z owoców wzrostu PKB, również obecnie mogą pojawić się przeszkody.

- Zachowanie europejskich indeksów w 2017 roku było moim zdaniem drugim największym rozzarowaniem ubiegłego roku (zaraz po słabości sWIG80). Średnio 10-procentowa stopa zwrotu dla głównych indeksów strefy euro, z tego jedna trzecia wypracowana w ciągu zaledwie jednej sesji (otwarcie rynków z luką po pierwszej turze wyborów we Francji) to małe imponujące osiągnięcie w obliczu wyraźnego ożywienia gospodarczego i wypracowania ponad 10-procentowego wzrostu zysków przez europejskie przedsiębiorstwa.
- Podobnie jak w przypadku USA, trudno jest znaleźć słabe punkty w europejskim ożywieniu trwającym od drugiej połowy 2016 roku. Zarówno dane dotyczące przemysłu, budownictwa, jak i usług, rynku nieruchomości czy konsumpcji w wielu krajach strefy euro jednoznacznie wskazują na najlepszą sytuację gospodarczą od lat 2006-2007. Kredyt bankowy przeznaczony na konsumpcję rośnie dynamicznie już od ponad dwóch lat, wspierając sprzedaż detaliczną zarówno na północy, jak i południu Europy. Trzeba jednak przyznać, że jak na razie przedsiębiorstwa z Hiszpanii, czy Włoch nie uczestniczą w boomie kredytowym, w takim stopniu, jak ich odpowiedniki w Niemczech czy Francji.
- Zgodnie z widoczną również w Stanach Zjednoczonych tendencją, poprawa koniunktury, wzrost zatrudnienia, spadające bezrobocie oraz coraz wyraźniejszy wzrost wynagrodzeń wywołują bardzo dobre nastroje wśród konsumentów w całej

Europie (najlepsze od dekady). Również wśród przedsiębiorców wskaźniki sentymentu i oceny sytuacji ekonomicznej są ostatnio albo najwyższe w historii (jak w przypadku Niemiec), albo w okolicach szczytu poprzedniego cyklu koniunkturalnego (2007), jak we Francji, Włoszech, czy Hiszpanii.

- Poza tym, że wszystkie wskaźniki gospodarcze rosną od dłuższego czasu i są historycznie najwyższe, co mogłoby wzbudzać obawę o rychłe nadejście nieuchronnego spowolnienia, nie ma obecnie sygnałów świadczących o możliwym już w 2018 roku odwróceniu pozytywnych trendów. Europejskie przedsiębiorstwa mają szansę na wypracowanie zysków wyższych o kilkanaście procent w porównaniu z rokiem 2017, co powinno być silnym wsparciem dla indeksów akcji.
- Niestety tak, jak w ubiegłym roku nie w pełni udało się europejskim inwestorom skorzystać z owoców wzrostu PKB, również obecnie mogą pojawić się podobne przeszkody. Pewne problemy mogą wiązać się z kwestiami politycznymi (włoskie wybory), ale znacznie istotniejsza była w ubiegłym roku i jest nadal kwestia mocnego euro, które nie pozwala europejskim eksporterom w pełni rozwijać skrzydeł. Dodatkowo, Europa to niestety zagłębienie „starej ekonomii”, gdzie w indeksach przeważają sektory finansowy, przemysłowy i konsumpcyjny. Natomiast źródłem ubiegłorocznej hossy czy to na Wall Street, czy na rynkach wschodzących były spółki technologiczne i internetowe, których w Europie jest jak na lekarstwo. Można je znaleźć raczej w segmencie mniejszych i średnich firm stąd m.in. taka przewaga na rynku akcji w Niemczech indeksów MDAX, czy SDAX nad bazującym na dużych spółkach indeksem DAX (to samo we Francji).
- W przypadku wypełnienia się scenariusza przyspieszenia hossy na Wall Street (albo przy osłabieniu euro) trend wzrostowy na europejskich parkietach ma szansę również przyspieszyć. Indeks DAX może w ciągu roku przekroczyć poziom 15000 punktów. Wątpię jednak, żeby zdołał utrzymać dwucyfrową stopę zwrotu do końca 2018 roku. Francuska giełda powinna pokonać szczyt z 2007 roku, czyli przekroczyć poziom 6200 punktów na indeksie CAC, ale będzie to raczej chwilowy sukces i pod koniec roku indeks znajdzie się poniżej tego poziomu.

Rynki wschodzące: Zakładam, że dolarowy indeks rynków wschodzących, na fali globalnej hossy, zmierzy się w tym roku ze szczytem z 2007 roku, od którego był oddalony na koniec 2017 roku o około 17%. Nie spodziewam się jednak, żeby zdołał zakończyć 2018 rok powyżej tego poziomu. Możliwe także, że rynek wschodzącym będzie trudno zachować pozycję lidera hossy, szczególnie w przeliczeniu na dolarowe stopy zwrotu.

- Rynki wschodzące okazały się bezapelacyjnie liderami ubiegłorocznej hossy. Wzrost indeksu w walutach lokalnych o prawie 28% nie oddaje jednak skali zwycięstwa liczonego w „twardej” walucie (35% zysku w dolarze). Nie spełniły się obawy z końca 2016 roku, które miały wstrzymać trend wzrostowy na emerging markets. Amerykański dolar zamiast się umacniać osłabł wyraźnie, a rentowność obligacji, pomimo podwyżek stóp przez FED, nie wzrosła.
- Na korzyść rynków wschodzących działa siła ożywienia w USA, Europie, Japonii oraz Chinach, które po dwóch latach stagnacji rozbudziło wymianę handlową na całym świecie. Te trendy ekonomiczne i handlowe nie powinny zmienić się w 2018 roku.
- Również wzrost cen wielu surowców przemysłowych pozytywnie oddziaływał na rynki wschodzące. W pierwszych miesiącach 2018 roku surowce te (przede wszystkim ropa) mogą kontynuować dobrą passę, natomiast ich pochod może zostać w pewnym momencie zatrzymany. Potencjalnych hamulców jest kilka – wzrost dolara, stóp procentowych, czy wreszcie przez rozpoczęcie fazy lokalnego spowolnienia w chińskiej gospodarce.
- To Chiny są wciąż głównym partnerem handlowym większości rynków wschodzących i głównym odbiorcą surowców. Ożywienie jakie widzieliśmy w Państwie Środka w poprzednich kilku kwartałach (indeksy PMI powyżej 50 punktów), które nastąpiło po obawach o rozpoczęcie tzw. Chinageddonu z przetomu lat 2015-2016, było w dużej mierze efektem dynamicznej stymulacji kredytowo-fiskalnej. Ponieważ taki interwencjonizm jest zjawiskiem cyklicznym, już od pewnego czasu widać próby wygaszania go, co odbija się między innymi na spowolnieniu dynamiki cen nieruchomości w chińskich metropoliach.
- Ubiegłoroczne wzrosty na rynkach wschodzących nie dość, że silne to jeszcze praktycznie bez większych przystanków, wywołały powszechny optymizm wśród inwestorów oraz banków inwestycyjnych, według których emerging markets mają być ponownie liderem hossy w 2018 roku. Historia uczy jednak, że taka jednorodność jest często karana, dlatego należy ostrożnie podchodzić do tego typu projekcji.
- Należy też pamiętać, że „nie wszystko złoto co się świeci”. Choć wzrost indeksu rynków wschodzących był imponujący, to szerokość tego ruchu raczej rozczarowywała, szczególnie w ostatnich miesiącach roku. Wystarczy wspomnieć, że 5 (spośród ponad 800) spółek z indeksu rynków wschodzących (Tencent, Samsung, Alibaba, TSMC, Naspers) odpowiadało za jedną trzecią ubiegłorocznego wzrostu indeksu. Natomiast giełdy w Chinach i Korei Płd. wygenerowały prawie 60% tego wzrostu. Co ważniejsze, w ponad 40% to sektor IT był źródłem sukcesu rynków wschodzących w ubiegłym roku. O tym, że hossa technologiczna, szczególnie w Azji, może wchodzić w ostatnią, ale za to dynamiczną fazę, może świadczyć fakt, że udział branży IT w indeksie wzrósł w ciągu ostatniej dekady z 9% do 28%. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia w trakcie hossy internetowej oraz w okresie wzrostu znaczenia sektora finansowego w przededniu kryzysu lat 2008-09.
- Co prawda hossa na rynkach wschodzących może trwać, ale niewykluczone, że w coraz węższej postaci, przekształcając się w, z natury niestabilną, technologiczną euforię. Być może dopiero jej zakończenie będzie prawdziwym przyczynkiem do rozpoczęcia np. w 2019 roku od dawna wieszczzonego Chinageddonu.

Polska: Celem minimum dla hossy trwającej na GPW pozostaje pokonanie szczytu z 2007 roku, czyli poziomu 68 tys. punktów na indeksie WIG. Zakładając, że małe i średnie spółki nie będą już przeszkadzać w dalszej hossie na warszawskim parkiecie, a na Wall Street hossa raczej przyspieszy niż się zatrzyma, można oczekiwać, że WIG zdoła w tym roku dotrzeć w okolice 73-75 tys. punktów. Jednak rok 2018 możemy zakończyć bliżej poziomu 70 tys. punktów.

- Polska stała się jedną z największych niespodzianek ubiegłego roku, i to zarówno pozytywnych, jak i negatywnych. Niewątpliwym plusem była i wciąż jest siła naszej gospodarki, której wzrost przeszedł najśmielsze oczekiwania. Podobnie zresztą jak sytuacja budżetu państwa i związana z tym moc polskiego rynku obligacji skarbowych. Zaskoczeniem była też skala umocnienia złotego oraz hossy na dużych spółkach. Jedynym w zasadzie rozczarowaniem była natomiast ewidentna i nieprzystająca do sytuacji gospodarczej słabość segmentu małych spółek.
- Można stwierdzić, że małe spółki stały się ofiarą sukcesu polskiej gospodarki, zamiast być (jak zazwyczaj) jej głównym beneficjentem. Podstawową przyczyną tej sytuacji było pogorszenie się ich kondycji fundamentalnej związane ze spadkiem rentowności biznesu. Niespodziewany wzrost płac i kłopoty z brakiem pracowników oraz wzrost cen surowców doprowadziły do znaczącego podniesienia kosztów, których nie dało się przerzucić na klienta ze względu na brak oznak inflacji w skali globalnej oraz wysoką konkurencję. Doszło do tego bolesne dla krajowych eksporterów umocnienie złotego.
- Można oczekiwać, że te negatywne tendencje zostały już w dużej mierze zdyskontowane przez rynek, a wyceny mniejszych spółek są na tyle atrakcyjne, że skuszą inwestorów w 2018 roku. Ponieważ nie zanoszą się ani na odwrócenie trendu wzrostu cen surowców, ani na zatrzymanie się tempa podwyżek płac, jedynym rozwiązaniem mogącym poprawić sytuację fundamentalną spółek są wyższe ceny produktów finalnych, czyli powrót inflacji. Jako, że wzrost cen powinien mieć charakter globalny, polskie spółki mają realną szansę odbudować swoją zyskowność. Jednak skala tego zjawiska oraz jego szerokość pozostają zagadką.
- W przypadku dużych spółek pierwsze skrzypce ponownie grać będzie skala hossy na rynkach wschodzących i wspierające ją napływy środków do funduszy inwestycyjnych inwestujących na tych rynkach. Wzrosty kursów akcji spółek z WIG20 były tak znaczące, że trudno jest w tym momencie używać argumentu taniości krajowych blue chips. Można jednak oczekiwać, że powrót inflacji zwiększy szanse na podwyżki stóp procentowych, a przynajmniej na wzrost tego typu oczekiwań ze strony inwestorów na rynku obligacji skarbowych. W takim przypadku zyskiwać powinien krajowy sektor finansowy, który ze względu na duży udział w indeksie, może być motorem wzrostu WIG20 w tym roku.
- Generalnie sytuacja gospodarcza w Polsce wciąż wspierać będzie hossę na GPW, a siła krajowego PKB może w 2018 roku ponownie zaskakiwać in plus. Wzrost gospodarczy będzie bowiem bazował nie tylko na coraz bogatszym konsumencie, ale także na inwestycjach, tych publicznych, szczególnie finansowanych ze środków europejskich, oraz (miejmy nadzieję) prywatnych.
- Oczywiście celem minimum dla hossy na GPW pozostaje pokonanie szczytu z 2007 roku, czyli poziomu 68 tys. punktów na indeksie WIG. Gdyby nie słabość małych spółek udałoby się dokonać tej sztuki już w ubiegłym roku. Zakładając, że małe i średnie spółki nie będą już przeszkadzać w dalszej hossie na warszawskim parkiecie, a na Wall Street hossa raczej przyspieszy niż się zatrzyma, można oczekiwać, że indeks WIG zdoła w tym roku dotrzeć w okolice 73-75 tys. punktów. Jednak rok 2018 możemy zakończyć bliżej poziomu 70 tys. punktów. Stopy zwrotu z segmentów dużych, średnich i małych spółek powinny być porównywalne.

Obligacje: Pierwszych podwyżek stóp procentowych spodziewamy się na początku 2019 r. Wyższe potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa mogą przelożyć się na ograniczony wzrost rentowności obligacji na całej długości krzywej dochodowości.

- Globalna gospodarka w 2018 r. będzie dalej przyspieszać. Pozwoli to najważniejszym bankom centralnym na kontynuację zaostrzania polityki pieniężnej, w tym również stopniowe wychodzenie z programów skupu obligacji.
- W centrum uwagi pozostaną obawy o dynamikę inflacji. Póki co brak tutaj raczej przesłanek do jej gwałtownego przyspieszenia, niemniej jednak umiarkowane nasilenie presji cenowej wywołane ożywieniem gospodarczym oraz wzrostem cen surowców powinno być kontynuowane.
- Te same trendy pozostaną aktualne także w Polsce. Narastanie nierównowag w krajowej gospodarce, w tym szczególnie sytuacja na rynku pracy, powinno sprzyjać zaostrzeniu retoryki RPP. Pierwszych podwyżek stóp procentowych spodziewamy się na początku 2019 r.
- Dobra sytuacja makroekonomiczna powinna być z kolei wsparciem dla wyników finansowych banków i przedsiębiorstw, pozytywnie oddziałując na zmniejszenie ryzyka kredytowego portfela.
- W warunkach dynamicznie rosnącej krajowej konsumpcji, której będzie towarzyszył dalszy silny wzrost wynagrodzeń i spadek bezrobocia, sytuacja budżetowa nadal powinna być dobra. Jednak w sytuacji wyższych potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa w 2018 r. czynnik ten, który był jednym z kluczowych pozytywnych zmiennych oddziałujących na krajowy rynek długu w 2017 r., przestanie być tak silnym wsparciem w bieżącym roku.
- W konsekwencji może być trudno o kontynuację tak pozytywnych trendów na krajowym rynku obligacji, jakie obserwowaliśmy w 2017 r. Spodziewamy się ograniczonego wzrostu rentowności papierów skarbowych na całej długości krzywej dochodowości.

Złoto: Kruszec może w 2018 roku powalczyć o pokonanie szczytu z 2016 roku, czyli przebicie poziomu 1400 dolarów za uncję.

- W 2017 roku złoto korzystało ze wsparcia podobnych czynników, jak przeżywające hossę surowce przemysłowe, czy rynki wschodzące. Słabość amerykańskiego dolara oraz względna stabilizacja rentowności długoterminowych obligacji w USA, niemrawo reagujących na podwyżki stóp procentowych, stworzyły odpowiednie środowisko dla metali szlachetnych. Trzeba jednak przyznać, że całoroczne wzrosty okupione zostały dość dużą zmiennością, objawiającą się w ciągłym falowaniu notowań cen złota, a głównym źródłem tej zmienności były na przemian rosnące bądź spadające rentowności 10-letnich obligacji skarbowych amerykańskiego rządu.
- Pod koniec ubiegłego roku nastąpiła być może ważna zmiana w postrzeganiu złotego kruszcu. Dynamiczne wzrosty zarówno ceny srebra, jak i złota miały miejsce w trakcie wzrostu rentowności obligacji skarbowych. Towarzyszyły temu również wyraźny wzrost ceny miedzi, aluminium oraz ropy. Zakładamy, że rynek metali szlachetnych zaczął dostrzegać i serio traktować możliwość powrotu inflacji jako tematu nieco zapomnianego i lekceważonego.
- Ewentualny wzrost oczekiwań inflacyjnych na świecie powinien wspierać dalszy wzrost wyceny złota, które nie musiałyby być postrzegane przede wszystkim jako forma ubezpieczenia chroniąca inwestorów przed ryzykiem rynków akcji, czy zawirowań politycznych. Mogłoby stać się tak, jak kiedyś aktywem chroniącym przed utratą realnej wartości pieniądza.
- Sytuacja techniczna złota jest umiarkowanie korzystna. Cena kruszcu w ujęciu dolarowym od 2 lat rośnie w tempie zbliżonym do długoterminowej średniej, pozostając jednakże w ujęciu średnioterminowym w szerokim trendzie horyzontalnym o zakresie 1050-1400 USD/uncję. Dość silny opór na poziomie 1300USD/uncję był już kilka razy naruszany i jeśli zostanie zaatakowany z wysokiej bazy (przy obecnym ruchu - z poziomu 5% poniżej oporu), to możliwe jest jego trwałe przebicie. Należy podkreślić, że każdy kolejny wzrost zapoczątkowywany grudniowymi podwyżkami stóp w USA w dwóch ostatnich latach, rozpoczynał się z wyższego poziomu i jeśli podobny scenariusz zrealizuje się w pierwszym półroczu 2018 r., będziemy mogli mówić o odradzającym się powoli rynku byka.
- Uważamy, że w scenariuszu reflacyjnym, ale zakładając brak gwałtownych wzrostów rentowności długoterminowych obligacji, złoto może powalczyć w 2018 roku o pokonanie szczytów z 2016 roku, czyli przebicie poziomu 1400 dolarów za uncję.

Tabela 1: Prognozowane na 2018 rok stopy zwrotu z funduszy Investors w zależności od kategorii.

Fundusze Investors	Prognoza stopy zwrotu 2018
Fundusze Akcji (szeroki rynek)	od 9% do 14%
Fundusze Akcji MIŚS	od 8% do 11%
Fundusz Zrównoważony	od 8,5% do 9%
Fundusz Zabezpieczenia Emerytalnego	od 5,5% do 6%
Fundusz Obligacji	od 2% do 2,5%
Fundusz Gotówkowy	od 1,5% do 1,9%
Fundusz Płynna Lokata	od 2,1% do 2,7%
Fundusz Bezpiecznego Wzrostu	od 2,5% do 4%
Fundusze Rynków Wschodzących	od 0% do 15%
Fundusze Rynków Rozwiniętych	od 7% do 12%
Fundusze Złota	od 7% do 12%

źródło: obliczenia własne.

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji Investors TFI

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny. Nie stanowi również rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej. Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne co do inwestowania w fundusz powinny być podejmowane w oparciu o informacje obejmujące w szczególności: opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa, tabelę opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte w Prospekcie Informacyjnym funduszu oraz informacje zawarte w dokumencie Kluczowe informacje dla inwestorów. Prospekt Informacyjny funduszu oraz Kluczowe informacje dla inwestorów, dostępne są w punktach dystrybucji funduszu, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie internetowej www.investors.pl. Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Wartość jednostek uczestnictwa może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Prezentowane stopy zwrotu funduszu nie są tożsame ze stopą zwrotu z inwestycji osiągniętą przez uczestnika funduszu, gdyż nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa i podatków. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym funduszu. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych. Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. jest podmiotem prowadzącym działalność na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego udzielonego decyzją nr DFI/W/4030-30-1-3431/05 z dnia 12 lipca 2005 r. w zakresie tworzenia funduszy inwestycyjnych i zarządzania nimi, w tym pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, reprezentowania ich wobec osób trzecich oraz zarządzaniu zbiorczym portfelem papierów wartościowych.